

## 非事業用資産が企業業績にもたらす影響に関する研究

須藤 時男 提出

博士学位申請論文審査報告書

## 『非事業用資産が企業業績にもたらす影響に関する研究』

## I 本論文の主旨と構成

## 1. 本論文の主旨

本論文は、わが国の一般事業会社に属する上場企業の多くが本業に直接使用することのない資産を多額に保有していることが収益性にどのような影響をもたらしてきたかを実証分析により明らかにすることを試みている。企業は本来、定款に定められた事業目的を遂行する組織であり、収益をあげて企業価値を向上させて持続的な成長を目指すことが期待されている。そのために、負債と資本で調達した資金は事業用資産に投下されて事業活動を遂行し、収益を稼得して現金の回収を図るのである。そして、回収された現金はステークホルダーに対価として支払われるとともに、将来のために事業用資産に投下されるという循環が繰り返される。

こうした循環プロセスにおいて期待した収益を生まない非事業用資産を多額に保有することは、欧米の上場企業を想定した理論をもってしては合理的に説明することが困難であり、日本企業の低収益性は非事業用資産の保有が原因の一つではないかとする推論が生まれてくる。その一方で、欧米の理論では合理的に説明することが難しい、日本企業に固有の合理性がそこにはあり、多額な非事業用資産が保有されているのではないかとする考えを論拠無しとすることができないようにも思える。本論文の提出者は、こうしたパラドックスに似た課題に取り組み、日本企業の財務データを収集して仮説検証する実証分析から自らの答えを提示しようと試みている。

本論文が研究の対象とする資産は、現金・預金および短期保有目的の有価証券（以下、現金等という）、その他有価証券、賃貸等不動産である。現金・預金は事業用資産であるが、日本の上場企業には無借金あるいは実質無借金企業の割合が高く、それらが保有する現金・預金の中には事業活動にとって余剰と考えられるものが多額に含まれていると推察される。また、証券投資を事業活動としていない一般事業会社が有価証券を保有することは事業活動本来のことではなく、不動産を投資目的あるいは賃貸目的で所有することも同様に考えられる。

以上の考察から、本論文では主として、以下の3区分の資産について分析を試みている。

- ① 流動資産である現金・預金と短期保有目的の有価証券の分析、
- ② その他有価証券
- ③ 賃貸等不動産

また、長期にわたり企業にあって事業活動に使用するために投下された固定資産の中にも余剰部分が存在することも想定されるので、固定資産に対する分析も行われている。

本論文における実証分析の結果は、概ね先行研究と整合するものであるが、分析対象の企業群や期間が変わることにより、異なる結果が得られている。研究内容と発見事項を具体的に記すならば以下の通りである。

第1に、現金・預金・短期保有目的の有価証券を現金等と定義し、現金等の業種別の保有比率とその企業の成長性を用いて余剰資金保有企業や非余剰資金保有企業等を抽出したうえで、現金等の保有比率がROA（使用総資産営業利益率）およびROE（自己資本当期純利益率）に如何なる影響をもたらすのかについて分析を行っている。その結果、余剰資金保有企業、非余剰資金保有企業といった企業の区分や使用する利益率により、異なる結果が確認されている。

第2に、その他有価証券および政策保有株式を対象に、それら有価証券の保有比率がROAに如何なる影響をもたらすのかについて分析を行っている。その結果、投資その他の資産およびその内訳たるその他有価証券や政策保有株式を保有することは、本業での収益性に負の影響を与える可能性があることが示唆されている。また、その他有価証券の時価が取得原価を下回る状態を分析モデルに取り込んだところ、保有するその他有価証券の時価が取得原価を下回することは、本業での収益性に負の影響をもたらすことも示唆される。

第3に、賃貸等不動産の保有比率がROAに如何なる影響をもたらすかについて分析を行った結果、不動産業を含めない分析対象企業においては、賃貸等不動産を保有することは本業での収益性に負の影響を与える可能性があることが示唆されている。加えて、その他有価証券のみならず、その他有価証券と賃貸等不動産の両方を保有する企業を対象に、それぞれの保有比率を説明変数とし、ROEに如何なる影響をもたらすかについて分析を行った結果、その他有価証券の保有比率が高くなることは、収益性に負の影響をもたらす可能性のあることが明らかになる。また、その他有価証券の時価が取得原価を下回る場合は、その他有価証券を保有する企業については収益性に負の影響のあることも確認される。これは時価下落の影響がROE算出の分母たる自己資本を減少させる影響よりも、当期純利益の減少がもたらす影響の方が大きかったために生じた結果であると考えられる。他方、その他有価証券と賃貸等不動産の両方を保有する企業についてその他有価証券の時価が取得原価を下回る場合には、収益性に正の影響をもたらす可能性が示唆される。しかし、賃貸等不動産の時価が簿価を下回る場合には、収益性に負の影響をもたらす可能性が示唆されている。

第4に、現金等、その他有価証券、政策保有株式および賃貸等不動産のそれぞれの資産の保有比率から年度別・業種別の平均値を超える部分を余剰額と仮定し、これを控除したうえで収益性との関係を分析している。その結果、政策保有株式および賃貸等不動産を除き、それぞれの資産の保有は収益性に正の影響をもたらすことが示唆される。こうした結果は、余剰額を含まない非事業用資産の保有は収益性に貢献することを意味するとともに、分析対象とした企業の多くが非事業用資産の中に余剰部分を保有しているという実態を示している。

第5に、余剰資金保有企業と非余剰資金保有企業（低資金保有高成長企業）とを対比してそれらの収益性について分析対象期間を前半期と後半期で分け、長期的視点から比較分析を行ったところ、余剰資金保有収益性が通減傾向にあるのに対して、非余剰資金保有収益性が通増傾向にあることが発見されている。また、長期的に非余剰資金保有企業であることは収益性に正の影響を与えることが確認されている。さらに、その他有価証券の保有比率を増加させることは収益性に正の影響があることが確認されており、短期的な視点での分析結果とは異なる結果が示唆される。また、長期的にその他有価証券の時価が取得原価を下回することは、収益性に負の影響があることが確認されている。

本論文は、以下に述べる通り、先行研究には見られなかった新たな試みを施すことにより、新たな知見をもたらしている。

第1に、企業の外部者が行う先行研究において被説明変数にROAを用いる場合、財務諸表から何らの修正を

施すことなく算定された ROA を用いるか、総資産より分析対象の非事業用資産を全て控除した総資産で営業利益を除いて算出した修正 ROA を用いるかのいずれかが一般的であった。本論文においては、分析対象の非事業用資産を全て控除することなく、余剰部分のみを修正した ROA を用いて分析を行っている。実際に企業内部で行う分析においては、本業の業績には余剰部分を修正した ROA を用いるよりも、ROIC（投下資本営業利益率）を用いるべきことは言うまでもない。しかしながら、企業外部からでは入手可能な情報に制約が有るため、本論文では余剰部分を仮定して修正した ROA を使用しており、企業内部における分析に近づけることを試みている。

第2に、非事業用資産の保有が収益性にもたらす影響については、短期的な視点と長期的な視点では異なっており、短期的な視点での結論のみをもって企業の非事業用資産の保有を論じる場合、長期的な保有の効果を失う恐れがあるとの認識が得られた。なお、ROE を分析対象とした場合の分析結果については既に述べた通りであるが、ROA と ROE の両方を使用する分析により、非事業用資産の保有効果に関するより包括的な分析となっている。

第3に、ROE と財務レバレッジの関係を理論的に考えると、財務レバレッジを効かせれば ROE が高まるものとされている。つまり、企業が展開する事業活動から得られる利益率の水準が、企業が資金調達のコストを上回る水準である場合、負債による資金調達は収益性に正の影響をもたらすことが導かれている。この点を理論的に敷衍すれば、事業の収益性を示す ROIC が加重資本コスト（WACC）を上回る限り、財務レバレッジは ROE に正の影響をもたらすはずなのである。しかしながら、本論文で分析対象とした東京証券取引所の第一部に上場している企業の中にはこうした論理が妥当しない企業がかなり存在することが実証分析から判明している。こうした結果は、PBR（時価簿価比率）が1を割り込む企業がかなり存在していることを裏付けていると考えられる。成長性の指標として PBR を通りあげて現金等の保有比率と組み合わせて分析した結果は、現金等を有効な資産に投下することによって持続的に企業価値を向上させるということの原則を支持している。

第4に、わが国における企業の有価証券保有行動について、金融商品会計基準が IFRS 第9号「金融商品」と本質的に差異がないため、導入されても大きな変化は生じないと推測し、そうした認識の妥当性を検討している。その結果、企業の有価証券保有行動に IFRS 導入の事前準備に向けての変化はないものと考えられる。その他有価証券の時価については、税法における評価益の計上のみが確実な資金流出につながるという点に着目し、課税のタイミングの観点から評価益の課税可能性を考察している。その結果、現行制度において、課税の対象とされることのない市場価格のあるその他有価証券の評価益については、本論文が検討した課税理論とタイミングの観点からも税法上これを課税対象とすることに一定の妥当性があるとの見解を得ている。

## 2. 本論文の構成

本論文の具体的な構成は、以下の通りである。

### 序章 本研究の背景・目的・意義・構成

1. 本研究の背景
2. 本研究の目的
3. 本研究の意義

#### 4. 本研究の構成

### 第1章 分析の枠組に関する考察と研究の展開

#### 1.1 分析の枠組に関する考察

##### 1.1.1 会計基準についての検討

##### 1.1.2 事業遂行上等の制約

##### 1.1.3 利益率についての検討

#### 1.2 研究の展開

##### 1.2.1 理論的背景

##### 1.2.2 非事業用資産に関する分析

##### 1.2.3 分析対象の資産について

##### 1.2.4 分析対象企業および分析対象の期間について

##### 1.2.5 分析対象の期間の論拠としての時価開示および時価評価開始の議論について

##### 1.2.6 経済的背景

##### 1.2.7 制度的制約と影響の検討

##### 1.2.8 小括

### 第2章 非事業用資産の分析モデルに関する考察

#### 2.1 はじめに

#### 2.2 非事業用資産等の定義

##### 2.2.1 非事業用資産の特徴

##### 2.2.2 事業用資産の特徴

##### 2.2.3 余剰資産の特徴

#### 2.3 非事業用資産の保有が企業業績にもたらす影響についての仮説

##### 2.3.1 非事業用資産の保有が企業業績にもたらす影響についての理論仮説

##### 2.3.2 非事業用資産の保有が企業業績にもたらす影響についての作業仮説

#### 2.4 非事業用資産の分析手法

##### 2.4.1 分析の前提

##### 2.4.2 変数の定義

##### 2.4.3 短期的視点の分析

##### 2.4.4 長期的視点の分析

#### 2.5 小括

### 第3章 現金等の保有が収益性にもたらす影響に関する考察

#### 3.1 はじめに

#### 3.2 先行研究のレビューおよび仮説の設定

##### 3.2.1 現金等の定義および保有状況

##### 3.2.2 現金等の保有が企業収益性にもたらす影響についての先行研究

##### 3.2.3 現金等の保有に関する理論的背景

- 3.2.4 余剰資金の定義
  - 3.2.5 余剰資金の実態
  - 3.2.6 現金等の保有と企業収益性に関する仮説
  - 3.3 リサーチデザイン
    - 3.3.1 分析対象企業
    - 3.3.2 重回帰モデルによる現金等の保有と本業の収益性の関係について
    - 3.3.3 重回帰モデルによる現金等の保有と最終収益性の関係について
  - 3.4 分析結果と考察
    - 3.4.1 分析結果 基本統計量および相関係数（現金等の保有と収益性の関係）
    - 3.4.2 仮説検証結果（現金等の保有と収益性）
    - 3.4.3 結果の考察
  - 3.5 結論及び今後の課題
- 第4章 その他有価証券の保有が収益性にもたらす影響に関する考察
- 4.1 はじめに
  - 4.2 分析対象資産の定義と先行研究
    - 4.2.1 会計基準および会社法等による固定資産等の定義
    - 4.2.2 資産保有の影響に対する認識
    - 4.2.3 分析方法の概要
  - 4.3 わが国における固定資産保有企業の業績
    - 4.3.1 分析対象企業
    - 4.3.2 わが国における固定資産の実態
    - 4.3.3 わが国における固定資産の内訳と投資目的の資産
  - 4.4 わが国における政策保有株式を保有する企業の業績
    - 4.4.1 投資目的の有価証券分析のためのデータ
    - 4.4.2 わが国におけるその他有価証券保有企業の業績
    - 4.4.3 わが国における政策保有株式保有企業の業績
  - 4.5 結論及び今後の課題
- 第5章 賃貸等不動産の保有が収益性にもたらす影響に関する考察
- 5.1 はじめに
  - 5.2 賃貸等不動産の概要と先行研究
    - 5.2.1 会計基準等の概要
    - 5.2.2 会計基準の相違と時価
    - 5.2.3 先行研究における定義内容の概要
    - 5.2.4 先行研究における資産保有の影響に対する認識と分析方法の概要
  - 5.3 わが国における賃貸等不動産の開示実態
    - 5.3.1 分析対象企業

5.3.2 わが国における賃貸等不動産と投資不動産の開示実態

5.4 わが国における賃貸等不動産開示企業の業績

5.4.1 わが国における賃貸等不動産等の保有比率の推移

5.4.2 賃貸等不動産の開示企業の使用総資本営業利益率

5.4.3 賃貸等不動産の保有率と使用総資本営業利益率との関係

5.5 結論及び今後の課題

第6章 非事業用資産の保有が収益性にもたらす影響に関する考察

6.1 はじめに

6.2 先行研究レビュー

6.2.1 分析対象たる投資資産保有に関する先行研究

6.2.2 企業業績への影響に関する先行研究

6.3 仮説の設定

6.4 研究方法

6.4.1 分析対象企業

6.4.2 分析方法：重回帰モデルによる投資資産保有と収益性の関係についての分析

6.5 結果と考察

6.5.1 投資資産保有と収益性の関係についての分析結果

6.5.2 分析結果についての考察

6.6 結論及び今後の課題

第7章 余剰資産控除後の非事業用資産保有が収益性にもたらす影響に関する考察

7.1 はじめに

7.2 分析対象データ

7.3 余剰資産控除後の非事業用資産の保有が企業業績にもたらす影響についての仮説

7.4 余剰資産控除後の非事業用資産の分析モデル

7.5 分析結果

7.6 結論及び今後の課題

第8章 長期視点での非事業用資産保有が収益性にもたらす影響に関する考察

8.1 はじめに

8.2 分析対象データ

8.3 長期的視点での非事業用資産の保有が企業業績にもたらす影響についての仮説

8.4 長期的視点の分析モデル

8.5 分析結果

8.6 結論及び今後の課題

補論1 研究の展開に関する追加的検討

1 はじめに

2 ギルマンの「企業疾病」論について

- 3 投資資産に関する先行研究
- 4 企業会計審議会における時価情報開示の議論
- 5 わが国の戦後経済動向と企業会計
- 6 小括

補論2 企業が保有するその他有価証券の時価に関する考察

- 1 はじめに
- 2 評価差額と確定決算主義
  - 2.1 法人税法および企業会計における時価評価と評価差額
  - 2.2 確定決算主義における時価評価と評価差額
- 3 評価益への課税
  - 3.1 評価益課税への経緯
  - 3.2 法人税法における有価証券の評価に関する制度の概要
  - 3.3 評価益に対する課税について
- 4 所得概念と未実現の利得
  - 4.1 所得概念の概要
  - 4.2 所得概念におけるその他有価証券の評価差額
  - 4.3 未実現の利得たるその他有価証券の評価益への課税
- 5 結論及び今後の課題

補論3 会計基準の変更が企業の資産保有行動にもたらす影響に関する考察

- 1 はじめに
- 2 IFRS 第9号「金融商品」と金融商品会計基準の比較
  - 2.1 先行研究の概要
  - 2.2 IFRS 第9号「金融商品」の導入により生じることが予想される変化
- 3 IFRS 第9号「金融商品」導入による有価証券の分類と測定
  - 3.1 基準の概要
  - 3.2 有価証券の処理
  - 3.3 投資有価証券への影響
- 4 企業の有価証券保有行動の変化
  - 4.1 有価証券の変化状況
  - 4.2 有価証券の変化状況についての分析
- 5 結論及び今後の課題

終章 結論と今後の課題

1. 本研究の各章の要約
2. 本研究の発見事項と結論
3. 今後の研究課題

参考文献

## II 本論文の概要

### II 本論文の概要

本論文の各章毎の概要は、以下の通りである。

序章では、本論文の背景、目的、意義および構成を論述している。

第1章の「分析の枠組に関する考察と研究の展開」においては、本論文の目的を達成する上で前提となる分析の枠組と研究の展開について整理している。具体的には、研究の背景にある制度や概念を考察するとともに課題を整理することで、本論文の視点と視座を明確にしている。通りわけ、分析のデータとモデルに組み込まれる変数の利益率については、想定され得る分析モデルと分析により得られる帰結について理論的な考察を行うことにより、蓋然性の高い分析結果と解釈を示すことが可能になるものとする。

まず、分析の枠組としては、わが国の金融資産の時価評価を規定した金融商品に関する会計基準である企業会計基準第10号「金融商品に関する会計基準」と賃貸等不動産の時価等の開示を規定した企業会計基準第20号「賃貸等不動産の時価等の開示に関する会計基準」を検討対象とする。金融商品会計基準と賃貸等不動産開示基準は、時価評価または時価開示を義務付けているという点においてIFRSと同等と評価されているため、IFRSの動向を鑑みれば、IFRS第9号「金融商品」とIAS第40号「投資不動産」をあわせて確認し、検討を行う必要があると考える。

また、金融資産の属性及び保有目的から直ちに売買・換金を行うことに制約があることを意味する事業遂行上等の制約は、わが国の会計基準において企業が保有する資産を保有目的別に分類する論拠とされ、経営者の裁量を尊重する概念として捉えられ実務的な要請への配慮がなされていると考える。事業遂行上等の制約が、仮に、経営者の裁量を尊重した重要な概念であるとすれば、管理会計上も事業遂行上等の制約に関して研究対象とされてきた可能性がある。そこで、本論文においては、先行研究を調査することでその実態を把握することとする。なお、事業遂行上等の制約の概念が保有目的別の分類の論拠としての妥当性を有しているとすれば、事業遂行上等の制約を論拠に保有目的別の分類がなされた資産の保有は、結果的に収益性に貢献をもたらしているはずである。そのため、保有目的別の分類の対象となる資産の保有と収益性の関係を実証的に検証する。

さらに、本論文の主要な分析モデルにおいて被説明変数として用いる利益率については、分析の目的および分析対象となる資産を如何なる資産として分析するのにより異なる選択が可能である。具体的に述べれば、分析の目的を本業の収益性とするのか資本の生産性を意識した最終的な収益性とするのにより用いる収益性が異なるという点である。本章においては、こうした点の検討を分析の枠組みを構築する段階で行う。

続いて、研究の展開として、理論的背景を明らかにする。企業が保有する資産の内訳である個別の資産については、資産項目毎に様々な理論と仮説が提示されており、その取扱いに対する企業行動についても同様に多くの理論と仮説が存在している。しかしながら、企業が保有する資産の保有割合の多寡を直接論じた理論は数多く存在するとは言い難い。代表的な理論としては、Stephen Gilmanの「企業疾病」論(Gilman [1934] (pp. 12-24))が古くより知られている。Gilmanの「企業疾病」論においては、企業の保有する資産が過大である状態は企業疾患と捉えられている。しかし、「何をもって過大とするのか」という点については明らかにされておらず、



極めて議論の余地の大きなところであるため、本論文においては、可能な範囲において他の条件と照らして資産の保有割合の多寡を論じる。

本章では、余剰資金やその他有価証券や賃貸等不動産を分析対象の資産とすることの根拠を示している。さらに、分析対象企業および対象期間の選定に関しては、長期の継続的なデータの取得が可能な企業として東京証券取引所第一部に上場している企業を対象とし、企業の保有する有価証券について時価開示がなされた前年度である 1989 年度を起点としている。加えて、時価開示および時価評価の開始の議論を整理し、分析対象期間の論拠としての妥当性も検討する。具体的には、「企業会計審議会等での議論」、それに先立つ「米国での議論」、さらに「時価評価が議論となる局面」の 3 点について整理し考察する。なお、本論文を行う前提となるわが国のマクロ経済的な背景をも整理し、先に述べた分析対象期間を設定する妥当性や蓋然性を確保する。

第 2 章の「非事業用資産の分析モデルに関する考察」では、非事業用資産等を定義し、その特徴を整理するとともにその分析手法を検討する。具体的には、非事業用資産、事業用資産および余剰資産の特徴および先行研究を踏まえ、非事業用資産の保有が企業業績にもたらす影響についての仮説を設定する。なお、本論文の分析対象とした資産は、流動資産である現金等と固定資産に包含される資産である。そのため、各章においては Gilman の「企業疾病」論に言及しているが、その理論的基礎が脆弱な面があるため、企業が保有する資産と収益性の関係については、持合い株式との関係を論じた Lichtenberg and Pushner[1994]を考察の起点としている。また、本論文に用いる変数を定義し、短期的視点と長期的視点で異なる分析モデルを構築している。

本論文では、企業の資産保有と企業収益との関係については、短期的視点と長期的視点とではその関係が整合的ではなく、分析対象とする期間により異なる結果が得られるとの想定の下で分析を行っている。そのため、短期的視点と長期的視点で異なる分析モデルを使用し、非事業用資産について、短期的視点の分析を行うとともに、長期的視点の分析も併せて行い得るスキームを検討し、企業が保有する非事業用資産と企業業績の関係を把握するための基礎を固めている。

第 3 章の「現金等の保有が収益性にもたらす影響に関する考察」は、余剰資金を保有する企業と余剰資金を保有せずに成長性を確保する企業を選定するとともに、現金預金及び短期保有目的の有価証券を合わせたものを現金等と定義し、その保有比率と収益性の関係について考察している。分析の結果、現金等の保有比率による区分をせずに分析対象企業全体でみると、現金等の保有比率は収益性に負の影響をもたらすが、余剰資金保有企業と非余剰資金保有企業とに分けて分析すると、異なる分析結果が確認されている。

企業間連携を考慮せずに一企業についてみれば、現金等の保有比率が高いことは、経営者行動の自由度が高くなり、経営者にとってのメリットとなる。一方、現金等の保有比率が高いことは、利益を生むために投下される事業用資産の割合が低くなることになり、収益性に負の影響をもたらす、ひいては株主価値を毀損しかねない。しかし、過去に投下された資産が利益を生み出した成果として現金は企業内に積み上がったことにもなるので、現金等の保有比率が高いからといって収益性は低いはずであると短絡的に結論付けはならないと考える。すなわち、一企業についてみれば、過去に収益性が高ければ現在の現金等の保有比率は高い可能性があり、現在の現金等の保有比率が高ければ将来の収益性は低くなる可能性がある、といえるかもしれない。それ故に、現金等の保有比率と収益性との関連性を分析する本論文は、大量の企業サンプルを得て短期的および長期的に分析することが不可欠である、と考えている。

本論文では、余剰資金保有企業の定義を現金等の保有比率の高低に加えて成長性の視点を取り入れ、その成長性には売上高や総資産の増加率ではなく、資金需要と関係が深くまた期待と予測を含む成長性であるPBRを用いている。そのうえで、業種特性を考慮して業種毎に相対的に該当するものとして余剰資金保有企業を位置付けている。換言するならば、本論文では、海外の研究で用いられる分析モデルを用いての最適な現金等の保有水準の把握は、わが国には妥当しないとの認識にもとづき定式的に余剰資金を定義せず、保有水準の多寡によって保有企業と非保有企業とに区分し、その現金等の保有比率が収益性にもたらす影響を分析している。

第4章の「その他有価証券の保有が収益性にもたらす影響に関する考察」では、その他有価証券を中心にその保有比率が収益性にもたらす影響を実証的に分析した。本論文では、その他有価証券および政策保有株式の実態を把握するとともに、保有するその他有価証券の時価を勘案し、本業の収益性に与える影響を明らかにすることにより、企業の適正なその他有価証券および政策保有株式の保有のあり方について探究している。また、その他有価証券については、その時価が財務諸表上開示されているため、日本企業を対象に、その他有価証券の保有比率とその時価の状態が本業の収益性にもたらす影響を実証的に分析している。

分析の結果、投資その他の資産およびその内訳たるその他有価証券や政策保有株式を保有することは、本業の収益性に負の影響のあることが確認されている。また、その他有価証券の時価が取得原価を下回る状況でその他有価証券や政策保有株式を保有することも、本業での収益性に負の影響のあることが確認されている。

そもそも投資目的の資産については、キャピタル・ゲインの獲得を無視して保有することは考えづらく、その保有する資産の時価に対して経営的視点からも強い関心が払われるはずである。その他有価証券が時価評価され、また、政策保有株式の内訳等が開示されるなど、企業保有の資産についてそれまで確認することのできなかった情報が把握可能となったことを勘案すれば、当該資産の保有割合とその時価には、従来にも増して関心が払われるであろう。諸般の事情はあるにせよ、結果的に投資資産の時価が取得原価や簿価を下回るような企業については、その保有が営業利益の獲得に貢献することにならなければ、無駄な投資資産を保有していると批判されかねない。「真実は細部に宿る」といった実務的かつ経験則的な視点に立てば、本業に直接利用しない資産の管理・運用の失敗は、本業の業績についてマイナスのシグナルを含意しているものと考えられる。さらに、政策保有株式の銘柄名が開示されたことから、株式持合いの効果についてもより具体的な検証の機会を得るので、経営者自身が非効率な投資ではないことを説明する責任は従来にも増して増えるものと推察される。

なお、短期的視点で見れば、投資目的の有価証券保有は企業全体の資産を用いた場合の本業の収益性に対し負の影響をもたらすものの、長期的視点で見ると、先に示した見解が必ずしも継続的に支持され続けるとは限らないという点は留意すべきであろう。

第5章「賃貸等不動産の保有が収益性にもたらす影響に関する考察」では、賃貸等不動産の保有比率が収益性にもたらす影響を実証的に分析している。わが国の賃貸等不動産の定義を検討するとともに、賃貸等不動産の開示実態を把握したうえで、賃貸等不動産の保有が収益性にもたらす影響を明らかにすることを主眼としている。

賃貸等不動産は、投資不動産や遊休不動産を包括した概念であると定義され、これまでほぼ同一の概念として論じられるケースが多く見受けられた。しかし、不動産業においては、賃貸等不動産の開示はしても投資不

動産の計上はなく、計上額が他の事業会社と比べて大きい場合、賃貸等不動産と投資不動産は同一と定義することについては疑問が残るところである。したがって、「不動産賃貸を本来の事業活動としない企業において」との限定条件を付したうえで、賃貸等不動産と投資不動産は同一と定義する方がより妥当であると考えられる。

本論文では、賃貸等不動産開示基準が適用され賃貸等不動産の時価等が開示された 2009 年度、開示 2 年目の 2010 年度、開示 3 年目の 2011 年度、開示 4 年目の 2012 年度までの状況を確認し賃貸等不動産の保有と収益性との関係を実証的に分析している。分析の結果、不動産業を含めない分析対象企業について賃貸等不動産を保有することは収益性に負の影響をもたらすことが示唆される。これは投資有価証券と企業業績の関係を分析した先行研究と整合的な結果である。また、賃貸等不動産の時価が簿価を下回るとは収益性に正の影響をもたらすことが確認される。これは賃貸等不動産の時価下落は含み益の消滅を意味し、含み益に依存した経営は不可能となるため、本業に注力した経営が求められることによる結果であると推察されるものの、さらなる分析がなされるべき将来課題である。保有不動産に追加投資をせずに事業用資産への投資を優先することは、本業の収益性には貢献するものと認識される。その一方で、不動産の時価の算定について収益還元法を前提とすれば、追加投資をしないことは保有不動産の収益性の低下を誘発するため、結果的に保有不動産の時価は下落する。したがって、保有不動産の時価下落は、本業の収益性に正の影響をもたらす結果となるかもしれない。こうしたことから、不動産鑑定士により提示される時価は極めて大きな意味を持つのであり、時価の妥当性は十分担保される必要がある。

第 6 章「非事業用資産の保有が収益性にもたらす影響に関する考察」では、わが国の企業を対象に時価の状態を考慮して、非事業用資産の保有比率が自己資本利益率にもたらす影響を実証的に分析している。すなわち、収益性の指標として自己資本利益率を用いた場合、その他有価証券を保有することは収益性に負の影響をもたらすことが明らかになっている。また、その他有価証券の時価が取得原価を下回る場合は、その他有価証券を保有する企業の分析においては収益性に負の影響が確認される。一方、その他有価証券と賃貸等不動産の両方を保有する企業においてその他有価証券の時価が取得原価を下回る場合には、収益性に正の影響をもたらす可能性が示唆される。また、賃貸等不動産の時価が簿価を下回る場合における収益性に負の影響をもたらす可能性も示唆される。本章で得られた知見を総括すれば、以下ようになる。

まずは、非事業用資産の保有は、ROA を収益性の指標に用いると負の影響をもたらすといえ、非事業用資産の時価が簿価や取得原価を下回るならば、ROE に負の影響をもたらす可能性もあれば、正の影響をもたらす可能性もあるといえる。その結果、収益性に負の影響をもたらすといった側面が観察できた非事業用資産は、本業以外の目的で保有する資産であり、経営者には、非事業用資産についての状況とその課題について、投資者をはじめとする関係者に企業価値向上や経営戦略への寄与と関連付けて説明する責任が課されることになる。さらに、非事業用資産の時価が簿価や取得原価を下回ることが収益性との関係において必ずしも負の影響をもたらすとはいえず、むしろ正の影響をもたらす可能性を有することのみをもって、非事業用資産の時価の下落について、経営者の責任が免責されるべきものではない。

なお、本章での分析の特長は、分析対象をその他有価証券の保有企業のみならず、その他有価証券と賃貸等不動産の両方を保有している企業としており、その他有価証券と賃貸等不動産それぞれの保有の影響を分析している点である。また、非事業用資産と収益性を論じる場合、先行研究では ROA を用いるケースが多く見受けられるものの、持合いの効果や資産保有のシグナリング効果以外に資産保有の効果と本業の収益性との関係を

明確に関係づけることは難しいとの指摘も想定される。本論文ではその他有価証券および賃貸等不動産のいずれとも明確な関係性を見いだせる ROE を用いてより直接的に資産保有と収益性の関係を分析している。

第7章「余剰資産控除後の非事業用資産保有が収益性にもたらす影響に関する考察」では、わが国の企業を対象に、余剰資産控除後の非事業用資産の保有が収益性にもたらす影響を実証的に分析している。すなわち、現金等、その他有価証券、政策保有株式および賃貸等不動産のそれぞれの資産の保有比率から年度別・業種別の平均値を超える部分を余剰額と仮定し、これを控除した後の各資産保有が収益性に如何なる影響をもたらすのかを分析したのである。分析の結果、現金等、その他有価証券の保有については収益性に正の影響のあることが、その他有価証券の時価が取得原価を下回るとは収益性に負の影響のあることが、それぞれ示唆されている。しかしながら、政策保有株式および賃貸等不動産の保有については、有意な結果は得られていない。

第8章「長期視点での非事業用資産保有が収益性にもたらす影響に関する考察」では、わが国の企業を対象に非事業用資産の保有が収益性にもたらす影響について長期的な視点から実証的に分析している。すなわち、長期的に余剰資金保有企業であること、非余剰資金保有企業であること、その他有価証券の保有比率を増加させること、さらにその他有価証券の時価が下落傾向にあることが、それぞれ収益性に如何なる影響をもたらすのかについて明らかにすることを試みている。

分析の結果、長期的に余剰資金保有企業であることは、予想に反して収益性に正の影響のあることが確認される。しかし、長期的に非余剰資金保有企業であることは、予想通り収益性に正の影響のあることが確認されている。さらに、長期的にその他有価証券の保有比率を増加させることは、正の影響のあることが確認される。加えて、長期的にその他有価証券の時価が下落傾向にあることは、収益性に負の影響のあることが確認される。

補論1「研究の展開に関する追加的検討」では、①ギルマンの「企業疾病」論、②投資資産、③企業会計審議会における時価情報開示の議論、④わが国の戦後経済動向と企業会計、という4つのテーマについて先行研究を考察し、本論文を展開するための基礎としている。

ギルマンの「企業疾病」論に関しては、理論的基礎が堅固でないものの、わが国でも古くより研究がなされており、それらを確認することで現在の意味での資産保有を検討するための一つの視点を認識した。次に、投資資産に関する先行研究については、その定義の変遷から投資目的の資産を捉え直すための視点を認識している。また、企業会計審議会の時価情報開示に至るまでの議論を確認することにより、国際的な調和化の要請と情報提供機能の強化という視点を理解し、本論文を展開する上での前提を明確にする。さらに、わが国の戦後経済動向と企業会計の関係を経済白書や法人企業統計から捉え直すことで、本論文に至るまでの歴史的背景を整理する。個々のテーマに関しては、それ自体が一つの研究対象となるものであるため、本論文における検討は概要の確認の域を出ていない。しかしながら、本論文を展開する上での前提を把握するためには必要なプロセスであるため、補論として示している。

補論2「企業が保有するその他有価証券の時価に関する考察」では、税法における評価益の計上のみが確実な資金流出につながるという点に着目し、課税のタイミングの観点から評価益の課税可能性を考察している。評価差額を時価と取得原価の差額と捉え、評価差額とこれについての課税の関係を考察することで、市場価格のある資産（特に有価証券）は時価評価され、時価評価により生じる評価差額は課税されるべきであるとの整理をする。しかしながら、現実には税務執行上の技術的制約等の問題から、実現主義が採用されており、時価

による評価をどこまで適用するのかについては、立法政策の問題とされている。そのため、ここで生じる評価差額の取扱いも結果的に立法政策に依拠することになり、評価益の課税も最終的には立法政策の問題と考えられる。また、有価証券を評価する基準は、その保有目的により異なり、その分類に際しては経営者の意思によるところが大きく、必ずしも恣意性の介入を完全に排除できているとはいえない側面もある。こうした点ならびに本論文での所得概念や課税等の考察結果を考慮すると、時価を測定する技術上の問題を除けば、保有目的で区分せず、客観的な時価が把握できる有価証券はすべて時価評価をし、その評価益を課税することに一定の妥当性があるのではないかと考える。もちろん、現行の保有目的による区分には意義があり、保有目的による区分の規定を詳細化することにより、恣意性の排除は一定程度可能になるものと考えられる。しかしながら、資金の社外流出が伴うという点においてキャッシュ・フローの制約を受ける課税の問題に関しては、保有目的による区分の規定の詳細化よりも、有価証券を評価する基準をあわせることの方が、客観性を確保する観点からも妥当性を有することになる。つまり、客観的な市場価格のある有価証券は貨幣性資産であるとし、税法上、これについてはすべて時価で評価し、評価差額についても益金として取り扱われることになれば、評価益の課税に関する理論と現行規定の乖離も解消され、理論と規定との整合性もとれるはずである。

また、客観的な市場価格があっても、こうした有価証券を貨幣性資産と定義しない場合には、評価差額は未実現のものとされるため、これを実現概念でどのように捉えるかという視点では問題となるが、少なくとも評価差額の認識は明確になされることになる。さらに、事業遂行上等の制約といった視点を考慮しても、市場価格があれば、有価証券の価額の客観的な増減も把握可能である。このような認識に立てば、市場価格のある有価証券については、時価の把握に際しても、その技術的な側面において特段問題となることはなく、評価差額が生じた際には、これを課税の対象とすることについて、問題はないものと考えられる。そのため現行制度において課税の対象とされることのない市場価格のあるその他有価証券の評価益については、本論文で述べた課税理論とタイミングの観点からも、税法上これを課税対象とすることに、一定の妥当性があるとの認識に至る。

補論3「会計基準の変更が企業の資産保有行動にもたらす影響に関する考察」では、わが国における企業の有価証券保有行動について、金融商品会計基準がIFRS第9号「金融商品」と本質的に差異がないため、導入されても大きな変化は生じないと推測し、そうした認識の妥当性を検討することを主眼とする。検討の結果、企業の有価証券保有行動にIFRS導入の事前準備に向けての変化はないものと考えられる。また、IFRS第9号「金融商品」が本質的に金融商品会計基準と同様であるといえるため、仮にIFRS導入がなされても、企業の保有する有価証券に対しての影響は限定的であるとの見解をとることが可能であると考えられる。さらに、企業の有価証券保有行動は資本との関係において一定の範囲にあり、会計基準が変更されても、経営者のスタンスには変化がないということも確認できたと考えられる。こうしたことから、ビジネス・モデルにより有価証券の評価方法が異なることを広義の経営者の意図による保有目的別分類と解釈することについての前提も成り立つことになり、IFRS第9号「金融商品」が本質的に金融商品会計基準と同様であることを裏付けることに資すると考えられる。

また、IFRS第9号「金融商品」では、公正価値で評価した際の評価差額をその他の包括利益で処理することを選択した場合、有価証券の売却時に当期純利益でのリサイクルが認められていない。そのため、有価証券を、如何なる保有目的で保有するのかという観点からは、最終分類の時期と考えることも可能である。ただし、会計上、当期純利益またはその他の包括利益の何れの利益として計上されようと、売却時のキャッシュへの影

響は従来と変化がないと考えられるため、企業利益に対する認識に変化が生じない限りにおいては、企業の有価証券保有行動は変化が生じないとの認識に至る。

### III 審査要旨

本論文の審査結果は、大要以下の通りである。

#### 1. 本論文の長所

- (1) 従来の管理会計論および企業価値評価の文脈においては、企業の保有する非事業用資産は企業の主たる営業活動に対する利益には寄与せず、むしろ ROA や ROE などの収益性指標の分母を増加させ、収益性を低下させる要因としてみなされながらも、議論が続けられてきた。本論文は、非事業用資産の内訳となる資産を整理し、それら非事業用資産がどのように認識されているかについて諸規定を含めて考察したうえで、現金等、その他有価証券そして賃貸等不動産等を分析対象とし、それらの資産を保有することが収益性に如何なる影響をもたらすかを明らかにしている。
- (2) 本論文の余剰資金の保有に関する先行研究では、現金等の保有比率のみをもって定義するものや、現金等の保有比率と総資産等の増加率を用いて余剰資金保有企業を抽出したものが見られるが、いずれも過去の会計情報に基づく選別であった。しかし、本論文では、資産の保有は将来のキャッシュ・フローを創造することにその意義があると考え、成長性の指標に将来期待を反映させる PBR（時価簿価比率）を用いて余剰資産の保有の収益性への影響を分析するという新機軸を提示している。
- (3) その他有価証券のみならず、その他有価証券と賃貸等不動産の両方を保有する企業を分析対象とすることによって先行研究では扱ってこなかった領域に踏み込み、それぞれの保有比率を説明変数として自己資本利益率に如何なる影響をもたらすかについて分析を行っている。
- (4) かなりの非事業用資産を保有する日本企業の多いことが知られており、その合理性が疑問視されてきた。本論文は、非事業用資産のうち「無駄」と思われる余剰部分を減じた財務比率を用いて分析したところ、余剰部分を減額した非事業用資産を多く保有する企業の収益性が必ずしも低くはなかったことを確認している。換言するならば、財務会計の上で非事業用資産に分類される資産のすべてが事業の収益性に寄与しないわけではないことと、非事業用資産に含まれる余剰部分を取り除くことで収益性に正の影響をもたらすことを、本論文は示したことになる、企業の適切な資金管理のあり方に示唆を与えたといえる。
- (5) 先行研究では取り組まれてこなかった長期的な視点からの分析を行い、余剰資金の保有比率が高い企業であること、余剰資金の保有比率が低い企業であること、その他有価証券の保有比率を増加させること、その他有価証券の時価が下落傾向にあること、といった要因が長期的に収益性に如何なる影響をもたらすのかを示した。非事業用資産を多く有する企業の収益性が長期的には必ずしも低くはないことを確認できたことは、ネガティブな情報として捉えられることの多かった非事業用資産の保有が、長期的視点から検討すると、必ずしも収益性の低さあるいは下落と結びついているわけではなく、企業の合理的な意思決定の結果である可能性を示唆するものであり、従来の一般的な理解に再考を求めている点においても貢献が見られる。

## 2. 本論文の短所

- (1) 本論文は、企業の現金等の保有の影響を分析しているが、直接的に余剰資金を特定しうるモデルを提示せず、それら保有比率の多寡で企業群を構成した比較分析にとどまっている。また、本論文で示した分析モデルにおいて、その他有価証券の時価が帳簿価額を上回った場合に分母の自己資本のみが増加して分子の利益には影響しないため、結果として自己資本利益率を低下させる影響のみが分析結果に反映されることになっており、この課題に対して明確な解決策は提示できていない。
- (2) 先行研究の乏しいなかで非事業用資産の保有に関し長期的な視点での分析を試みているが、変数の選定およびモデルの構築においてなお改善の余地があり、時価データ取得の関係から分析対象期間が限られているなどの課題もある。長期的な非事業用資産の保有（またはその変化）の状況の影響を検証するのであれば、収益率についても長期的な水準または変化を検証することが望まれる。
- (3) 資産保有比率とPBRを基準として9つの企業群に分け、そのうちの主要な4つの企業群の比較を行った分析において、分析対象とする変数に対する回帰係数の差をグループ間で比較する方法を試みることによって結論の確からしさを高めても良かったのではないだろうか。
- (4) その他有価証券の時価評価により算出される評価差額より生じる評価益と課税の関係を考察しているが、評価損と課税の関係については考察の対象としていないため、評価損を含めた評価差額全体の検討は今後の課題である。この研究成果を得た後にさらにさまざまな研究の発展の可能性についてより具体的な示唆があればなお良かったし、実証分析の結果が、会計制度、資本市場制度、経営実務などに与える含意を論究していれば、さらに一層望ましいものとなったであろう。

## 3. 結論

本論文には、上記のような短所も一部見受けられるが、そのほとんどは今後の研究課題とすべきものであり、本論文の長所と比較すると、いささかも本論文の優秀さを損なうものではない。

本論文提出者須藤時男は、早稲田大学商学部を卒業後、生命保険会社に勤務しながら商学研究科プロフェッショナルコースにて修士課程を修了した後、博士後期課程に進学して本論文のテーマと取り組んできた。その間、日本管理会計学会や日本経営分析学会での研究報告を行い、『商学研究科紀要』のみならず査読付き学術誌へ論文を掲載してきた。日本企業が多額の非事業用資産を保有し続けていることが収益性の低さの原因の一つではないかとの問いに答えようと先行研究をくまなく渉猟し、東京証券取引所一部上場企業の一般事業会社の財務諸表のデータの分析から注記を含めて実態を読み解き、実証分析を続けてきた。本論文はそうした研鑽の成果をまとめたものであり、管理会計領域における学術研究の発展に大いに資するものと評価できる。

以上の審査結果に基づいて、論文の提出者には「博士（商学）早稲田大学」の学位を受ける十分な資格があると認められる。

2019年1月7日

審査員

## 非事業用資産が企業業績にもたらす影響に関する研究

(主査)	早稲田大学教授	商学博士（早稲田大学）	河 榮徳
	早稲田大学教授	博士（商学）早稲田大学	大鹿 智基
	早稲田大学教授		清水 信匡
	名古屋商科大学大学院教授、早稲田大学名誉教授	博士（商学）早稲田大学	辻 正雄